BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Summary

April 2013

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada.

Highlights

- Global economic activity is expected to grow modestly in 2013 before strengthening in 2014 and 2015.
- Following a weak second half of 2012, growth in Canada is projected to regain some momentum through 2013. The economy is expected to reach full capacity in mid-2015, later than previously anticipated.
- The Bank projects that the Canadian economy will grow by 1.5 per cent in 2013, 2.8 per cent in 2014 and 2.7 per cent in 2015.
- Both total and core inflation are expected to remain subdued in coming quarters before gradually rising to 2 per cent by mid-2015.
- On 6 March and 17 April, the Bank maintained the target for the overnight rate at 1 per cent.

Global economic growth has evolved broadly as anticipated in January. In the United States, the economic expansion is continuing at a modest pace, with gradually strengthening private demand partly offset by accelerated fiscal consolidation. Significant policy stimulus has been introduced in Japan. Europe, in contrast, remains in recession, with economic activity constrained by fiscal austerity, low confidence and tight credit conditions. After picking up to very strong rates in the second half of 2012, growth in China has eased. Commodity prices received by Canadian producers remain elevated by historical standards and, overall, they are little changed since January. The Bank expects global economic activity to grow modestly in 2013 before strengthening over the following two years.

Following a weak second half of 2012, growth in Canada is projected to regain some momentum through 2013 as net exports pick up and business investment returns to more solid growth. Consumer spending is expected to grow at a moderate pace over the projection horizon, while residential investment declines further from historically high levels. Growth in total household credit has slowed and the Bank continues to expect that the household debt-to-income ratio will stabilize near current levels. Despite the projected recovery in exports, they are likely to remain below their pre-recession peak until the second half of 2014 owing to restrained foreign demand and ongoing competitiveness challenges, including the persistent strength of the Canadian dollar.

On a quarterly basis, growth in Canada is expected to pick up to about 2.5 per cent in the second half of this year. Despite this expected pickup, with the weak growth in the second half of 2012, annual average growth is now projected to be 1.5 per cent in 2013. The economy is then projected to grow by 2.8 per cent in 2014 and 2.7 per cent in 2015, reaching full capacity in mid-2015 – later than anticipated in January.

Total CPI and core inflation have remained low in recent months, broadly in line with expectations in January. Muted core inflation reflects material excess supply in the economy, heightened competitive pressures in the retail sector, and some special factors such as slower increases in regulated prices and the pass-through of previous declines in agricultural prices to consumer prices. Total CPI inflation has been restrained by low core inflation and declining mortgage interest costs, with some offset from higher gasoline prices.

Both total and core inflation are expected to remain subdued in coming quarters before gradually rising to 2 per cent by mid-2015 as the economy returns to full capacity, the special factors that are weighing on core inflation subside, and inflation expectations remain well-anchored.

The inflation outlook in Canada is subject to upside and downside risks, which are similar to those identified in January.

The three main upside risks relate to the possibility of stronger-than-expected growth in the U.S. and global economies, a sharper-than-expected rebound in Canadian exports, and renewed momentum in Canadian residential investment.

The three main downside risks relate to the European crisis, more protracted weakness in business investment and exports in Canada, and the possibility that growth in Canadian household spending could be weaker.

Overall, the Bank judges that the risks to the inflation outlook in Canada are roughly balanced over the projection horizon.

Reflecting all of these factors, on 17 April, the Bank decided to maintain the target for the overnight rate at 1 per cent. With continued slack in the Canadian economy, the muted outlook for inflation, and the constructive evolution of imbalances in the household sector, the considerable monetary policy stimulus currently in place will likely remain appropriate for a period of time, after which some modest withdrawal will likely be required, consistent with achieving the 2 per cent inflation target.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP[a] (per cent)	Projected growth[b] (per cent)			
		2012	2013	2014	2015
United States	19	2.2 (2.3)	2.0 (2.1)	3.1 (3.1)	3.3
Euro area	14	-0.5 (-0.4)	-0.6 (-0.3)	0.8 (0.8)	1.4
Japan	6	2.0 (2.0)	1.4 (1.0)	1.6 (1.2)	1.4
China	14	7.8 (7.8)	7.7 (7.8)	7.6 (7.7)	7.7
Rest of the world	47	3.1 (3.1)	3.2 (3.0)	3.7 (3.5)	3.9
World	100	3.0 (3.0)	3.0 (2.9)	3.6 (3.5)	3.8

a. GDP shares are based on International Monetary Fund (IMF) estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2011.
Source: IMF, *World Economic Outlook*, October 2012

b. Numbers in parentheses are projections used for the January 2013 *Monetary Policy Report*.
Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection for Canada[a]

	2012	2013				2014				2015			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change at annual rates)	0.6 (1.0)	1.5 (2.3)	1.8 (2.7)	2.3 (2.9)	2.8 (2.9)	3.0 (2.8)	3.0 (2.8)	3.0 (2.5)	2.8 (2.3)	2.8	2.5	2.3	2.1
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.1 (1.2)	1.2 (1.4)	1.2 (1.6)	1.6 (2.2)	2.1 (2.7)	2.5 (2.8)	2.8 (2.8)	2.9 (2.7)	2.9 (2.6)	2.9	2.8	2.6	2.4
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.2 (1.3)	1.3 (1.4)	1.2 (1.4)	1.4 (1.7)	1.7 (1.9)	1.7 (1.9)	1.8 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9	2.0	2.0	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.0 (1.1)	0.9 (0.9)	1.0 (1.1)	1.2 (1.5)	1.6 (1.8)	1.6 (1.8)	1.7 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9	2.0	2.0	2.0
Total CPI excluding the effect of the HST and changes in other indirect taxes (year-over-year percentage change)	0.8 (1.0)	0.9 (0.9)	1.1 (1.2)	1.3 (1.6)	1.7 (1.9)	1.7 (1.9)	1.7 (1.9)	1.9 (2.0)	1.9 (2.0)	1.9	2.0	2.0	2.0
WTI[b] **(level)**	88 (88)	94 (94)	94 (95)	95 (95)	94 (95)	93 (94)	92 (93)	91 (92)	90 (92)	90	89	88	88
Brent[b] **(level)**	110 (110)	113 (111)	106 (109)	106 (108)	104 (106)	103 (104)	102 (103)	101 (102)	100 (101)	99	98	97	96

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January 2013 *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the prices of West Texas Intermediate and Brent crude oil (US$ per barrel) are based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 April 2013.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published quarterly in January, April, July and October.

©2013 Bank of Canada ISSN 1924-1089 (Print) ISSN 1925-3168 (Online)

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire
Sommaire

Avril 2013

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada.

Faits saillants

- Le rythme de progression de l'économie mondiale devrait être modeste en 2013 avant de se raffermir en 2014 et en 2015.
- Après la faiblesse affichée au second semestre de 2012, la croissance économique au Canada devrait reprendre de la vigueur tout au long de 2013. L'économie devrait atteindre son plein potentiel au milieu de 2015, soit plus tard qu'anticipé précédemment.
- La Banque prévoit que l'économie canadienne croîtra de 1,5 % en 2013, de 2,8 % en 2014 et de 2,7 % en 2015.
- L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer modérées au cours des prochains trimestres avant de remonter graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2015.
- Le 6 mars et le 17 avril, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 1 %.

La croissance de l'économie mondiale a évolué essentiellement comme la Banque l'avait prévu en janvier. Aux États-Unis, l'expansion se poursuit à un rythme modeste, le renforcement graduel de la demande privée étant contrebalancé en partie par l'accélération de l'assainissement budgétaire. Les autorités ont procédé à un important assouplissement des politiques au Japon. Par contre, l'Europe demeure en récession, l'activité économique étant bridée par l'austérité budgétaire, le bas niveau de la confiance et les conditions du crédit restrictives. Après s'être redressée pour s'établir à un rythme très vigoureux au second semestre de 2012, la croissance a ralenti en Chine. Les prix des produits de base touchés par les producteurs canadiens restent à des niveaux historiquement élevés et ont, dans l'ensemble, peu varié depuis janvier. La Banque prévoit que le rythme de progression de l'économie mondiale sera modeste en 2013, avant de s'accroître au cours des deux années suivantes.

Après la faiblesse affichée au second semestre de 2012, la croissance économique au Canada devrait reprendre de la vigueur tout au long de 2013 à la faveur d'un redressement des exportations nettes et d'un retour à un rythme d'expansion plus solide des investissements des entreprises. Les dépenses de consommation devraient progresser à une cadence modérée au cours de la période de projection, alors que l'investissement résidentiel devrait diminuer encore par rapport aux niveaux historiquement élevés atteints précédemment. La croissance de l'ensemble des crédits aux ménages a ralenti, et la Banque continue de s'attendre à ce que le ratio de la dette au revenu des ménages se stabilise près des niveaux actuels. Malgré la reprise projetée des exportations, celles-ci resteront probablement en deçà de leur sommet d'avant la récession jusqu'au second semestre de 2014, en raison de la demande étrangère contenue et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien.

Sur une base trimestrielle, la croissance devrait se redresser au Canada pour se chiffrer à environ 2,5 % au second semestre de 2013. Malgré ce redressement attendu, étant donné la faiblesse enregistrée au deuxième semestre de 2012, la Banque prévoit maintenant que la croissance s'établira à 1,5 % en moyenne annuelle en 2013. L'économie devrait ensuite progresser de 2,8 % en 2014 et de 2,7 % en 2015 et atteindre son plein potentiel au milieu de 2015, soit plus tard que prévu en janvier.

L'inflation mesurée par l'IPC global et par l'indice de référence est restée à un bas niveau ces derniers mois, ce qui est en gros conforme aux attentes formulées en janvier. Le faible rythme d'accroissement de l'indice de référence reflète l'offre excédentaire notable au sein de l'économie, les pressions concurrentielles accrues chez les détaillants et certains facteurs spéciaux, notamment une progression plus lente des prix réglementés et l'incidence des diminutions passées des prix agricoles sur les prix à la consommation. L'inflation mesurée par l'IPC global a été limitée par le bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence et par la baisse des coûts d'intérêt hypothécaire, qui ont été en partie compensés par le renchérissement de l'essence.

L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient demeurer modérées au cours des prochains trimestres avant de remonter graduellement à 2 % d'ici le milieu de 2015, alors que l'économie retourne à son plein potentiel, que les facteurs spéciaux qui freinent l'accroissement de l'indice de référence se dissipent et que les attentes d'inflation restent bien ancrées.

Des risques à la hausse et à la baisse semblables à ceux énoncés en janvier pèsent sur les perspectives d'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse ont trait à la possibilité que la croissance de l'économie aux États-Unis et dans le reste du monde soit plus forte qu'escompté, que la reprise des exportations canadiennes soit plus vive qu'anticipé et que l'investissement résidentiel au Canada affiche un dynamisme renouvelé.

Les trois principaux risques à la baisse sont liés à la crise européenne, à une faiblesse prolongée des investissements des entreprises et des exportations canadiennes, et à la possibilité que la progression des dépenses des ménages canadiens soit plus faible.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 17 avril, la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Comme l'économie canadienne continue d'afficher des capacités inutilisées, que les perspectives en matière d'inflation sont modérées et que l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages est constructive, la détente monétaire considérable en place actuellement demeurera probablement appropriée pendant un certain temps, après quoi une réduction modeste sera probablement nécessaire, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 %.

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2012	2013	2014	2015
États-Unis	19	2,2 (2,3)	2,0 (2,1)	3,1 (3,1)	3,3
Zone euro	14	-0,5 (-0,4)	-0,6 (-0,3)	0,8 (0,8)	1,4
Japon	6	2,0 (2,0)	1,4 (1,0)	1,6 (1,2)	1,4
Chine	14	7,8 (7,8)	7,7 (7,8)	7,6 (7,7)	7,7
Autres pays	47	3,1 (3,1)	3,2 (3,0)	3,7 (3,5)	3,9
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	3,0 (2,9)	3,6 (3,5)	3,8

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011.
Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.
Source : Banque du Canada

Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]

	2012	2013				2014				2015			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	0,6 (1,0)	1,5 (2,3)	1,8 (2,7)	2,3 (2,9)	2,8 (2,9)	3,0 (2,8)	3,0 (2,8)	3,0 (2,5)	2,8 (2,3)	2,8	2,5	2,3	2,1
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,1 (1,2)	1,2 (1,4)	1,2 (1,6)	1,6 (2,2)	2,1 (2,7)	2,5 (2,8)	2,8 (2,8)	2,9 (2,7)	2,9 (2,6)	2,9	2,8	2,6	2,4
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,3)	1,3 (1,4)	1,2 (1,4)	1,4 (1,7)	1,7 (1,9)	1,7 (1,9)	1,8 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9	2,0	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,1)	0,9 (0,9)	1,0 (1,1)	1,2 (1,5)	1,6 (1,8)	1,6 (1,8)	1,7 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9	2,0	2,0	2,0
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8 (1,0)	0,9 (0,9)	1,1 (1,2)	1,3 (1,6)	1,7 (1,9)	1,7 (1,9)	1,7 (1,9)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	1,9	2,0	2,0	2,0
WTI[b] (niveau)	88 (88)	94 (94)	94 (95)	95 (95)	94 (95)	93 (94)	92 (93)	91 (92)	90 (92)	90	89	88	88
Brent[b] (niveau)	110 (110)	113 (111)	106 (109)	106 (108)	104 (106)	103 (104)	102 (103)	101 (102)	100 (101)	99	98	97	96

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de janvier 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 avril 2013.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

©2013 Banque du Canada ISSN 1924-1089 (version papier) ISSN 1925-3176 (Internet)